

养元饮品（603156）

公司研究/点评报告

业绩增速稳健，估值优势明显

——养元饮品（603156）2018 年度报告点评

点评报告/食品饮料行业

2019 年 3 月 26 日

一、事件概述

公司 3 月 25 日发布 2018 年年报。2018 年公司实现营业收入 81.44 亿元，同比 +5.21%；实现归母净利润 26.78 亿元，同比 +15.92%。公司拟每 10 股派发现金红利 30 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股。

二、分析与判断

➤ 公司营收平稳增长，毛利复苏明显

2018 年公司实现营收/归母净利润分别为 81/27 亿元，同比 +5%/+16%；毛利率 49.96%，同比提高 2.11 个百分点，Q1、Q4 营收/利润占比较高。2018Q4 公司营收/归母净利润分别为 24/9.3 亿元，同比 +5%/+26%，毛利率 51.69% 为全年单季度最高。分部营收方面，Q4 东北/西北/西南地区营收增速较快，同比分别 +33%/+20%/+18%，华北/华南地区营收同比下滑明显。Q4 经销商数量稳定，净减少 7 家，各地区仅出现结构性调整。

➤ 销售/财务费用控制较好，全年费用率同比下降

2018 年全年费用率 12.5%，低于去年 14.7% 水平，销售费用率和财务费用率改善明显，管理费用率略有提高。Q4 费用率 8.6%，大幅低于前三季度 13.9% 水平，其中销售/财务费用率分别为 11%/-3.2%，大幅低于前三季度 13.4%/-0.5% 水平。Q4 销售费用下降预计与季度内赞助活动收缩有关。

➤ 2019 年公司将加码产能、加强渠道及品牌建设

2019 年公司“20 万吨植物蛋白饮料项目”将完成建设，有助于产能拓展。预计公司将继续向“以消费者为中心”战略转型，加强社交电商、社区团购等电商渠道开发，加强线上线下互动。2019 年，公司将继续发力品牌传播，依托央视及各大地方卫视资源，通过冠名节目，合作电视剧等加强品牌建设。

三、盈利预测与投资建议

预计 18-20 年公司实现营业收入 86/93/100 亿元，同比 +6%/+8%/+8%；预计 19-21 年公司归属母公司净利润为 28/31/34 亿元，同比 +5.5%/+10.7%/+9.7%，按照最新股本（不考虑转增）对应 EPS 为 3.75/4.15/4.55 元，目前股价对应 PE 为 14/12/11 倍。目前软饮料板块整体估值为 24 倍，公司估值水平明显低于行业平均，我们认为公司业绩稳健、估值优势明显，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

产品推广费用超预期增长，产品市场接受度下滑，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8,144	8,633	9,324	10,069
增长率（%）	5.2%	6.0%	8.0%	8.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,678	2,826	3,128	3,430
增长率（%）	15.9%	5.5%	10.7%	9.7%
每股收益（元）	3.59	3.75	4.15	4.55
PE（现价）	14.4	13.7	12.4	11.3
PB	3.3	3.2	3.2	3.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

当前价格：

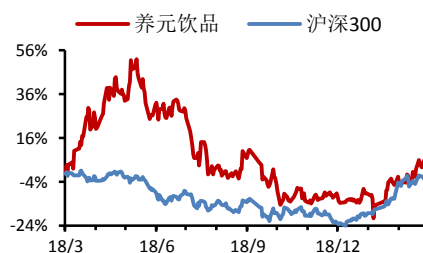
51.58

交易数据

2019-3-25

近 12 个月最高/最低	72.73/38.25
总股本（百万股）	753.27
流通股本（百万股）	456.75
流通股比例（%）	61%
总市值（亿元）	388.54
流通市值（亿元）	235.59

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004
 电话：010-85127513
 邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028
 电话：0755-22662056
 邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 【民生食品饮料】行业深度报告：高端酒增速换挡，重点关注次高端名酒及优质地产酒
2. 民生食品饮料 2019 年年度策略：关注调味品、啤酒成长机会，精选白酒、大众品个股

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8,144	8,633	9,324	10,069
营业成本	4,075	3,971	4,196	4,431
营业税金及附加	88	92	100	107
销售费用	1,032	1,145	1,209	1,321
管理费用	90	84	97	102
EBIT	2,859	3,340	3,721	4,109
财务费用	(107)	(85)	(102)	(119)
资产减值损失	3	1	1	0
投资收益	350	343	347	345
营业利润	3,573	3,768	4,170	4,572
营业外收支	(21)	(21)	(21)	(21)
利润总额	3,552	3,759	4,155	4,560
所得税	875	933	1,027	1,129
净利润	2,678	2,826	3,128	3,430
归属于母公司净利润	2,678	2,826	3,128	3,430
EBITDA	2,922	3,399	3,777	4,161

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,878	7,282	7,906	8,738
应收账款及票据	38	26	31	33
预付款项	194	142	175	172
存货	757	790	840	885
其他流动资产	8,347	8,347	8,347	8,347
流动资产合计	13,216	16,590	17,301	18,175
长期股权投资	1,095	1,095	1,095	1,095
固定资产	631	592	558	522
无形资产	130	123	117	110
非流动资产合计	2,077	2,006	1,943	1,881
资产合计	15,293	18,596	19,244	20,057
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	518	581	575	628
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	3,396	6,472	7,007	7,856
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	86	86	86	86
非流动负债合计	86	86	86	86
负债合计	3,482	6,558	7,093	7,942
股本	753	753	753	753
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	11,811	12,038	12,151	12,115
负债和股东权益合计	15,293	18,596	19,244	20,057

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	5.2%	6.0%	8.0%	8.0%
EBIT 增长率	15.0%	16.9%	11.4%	10.4%
净利润增长率	15.9%	5.5%	10.7%	9.7%
盈利能力				
毛利率	50.0%	54.0%	55.0%	56.0%
净利率	32.9%	32.7%	33.5%	34.1%
总资产收益率 ROA	17.5%	15.2%	16.3%	17.1%
净资产收益率 ROE	22.7%	23.5%	25.7%	28.3%
偿债能力				
流动比率	3.9	2.6	2.5	2.3
速动比率	3.7	2.4	2.3	2.2
现金比率	1.1	1.1	1.1	1.1
资产负债率	0.2	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	1.2	1.1	1.2	1.1
存货周转天数	73.6	72.6	73.1	72.9
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	3.6	3.8	4.2	4.6
每股净资产	15.7	16.0	16.1	16.1
每股经营现金流	2.7	4.1	3.8	4.7
每股股利	3.0	3.5	4.0	4.6
估值分析				
PE	14.4	13.7	12.4	11.3
PB	3.3	3.2	3.2	3.2
EV/EBITDA	12.0	9.3	8.2	7.2
股息收益率	5.8%	6.7%	7.8%	8.9%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,678	2,826	3,128	3,430
折旧和摊销	66	59	57	53
营运资金变动	(331)	506	31	354
经营活动现金流	2,064	3,058	2,884	3,504
资本开支	129	(3)	8	3
投资	(780)	0	0	0
投资活动现金流	(613)	346	339	342
股权募资	3,286	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	1,568	0	(2,599)	(3,015)
现金净流量	3,019	3,404	624	832

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。